第 51 卷 第 6 期　　北京大学学报(哲学社会科学版)　　Vol. 51, No. 6
2014 年 11 月　　Journal of Peking University(Philosophy and Social Sciences)　　Nov. 2014

论中国资本市场“倒金字塔”结构的矫正
——“简政放权”“草根创业”与股市供应面改善

萧　琛
(北京大学 经济学院, 北京　100871)

摘　要: 论文借鉴成熟市场经验,探讨中国资本市场“倒金字塔”结构“政策市”属性,揭示主板市场改革胶着的思维误区;进而提出矫正该结构的三个观点:1. 由“侧重需求刺激”转向“侧重供应改善”;2. 由“侧重顶层攻坚”转向“侧重基层支撑”;3. 由侧重“监审合一”(集权)转向“监审分离”(分权)。据此论文强调:资本市场体制改革的当务之急是大力拓展和强化“场外市场”,配合简政放权与草根创业基本原则是“鼓励生产性努力”和“抑制分配性努力”。

关键词: 中国资本市场;倒金字塔结构;简政放权;草根创业;供应面改善

中图分类号:F121　　**文献标识码:**A　　**文章编号:**1000-5919(2014)06-0020-10

十年前,中国资本市场《国九条》曾为 A 股急剧扩张提供了巨额红利,但最终却未免“红利被挪”乃至“改革僵局”。陷入漫漫熊市以来,“遗民泪尽胡尘里,南望王师又一年”。十年后的今天,新颁《国九条》已开始在扭转乾坤,新常态增长乃至新一轮牛市的初潮已在向我们涌来。本文借鉴成熟市场经验,探讨中国资本市场“倒金字塔”结构的“政策市”属性,揭示主板市场改革胶着的思维误区;进而提出矫正该结构的管见:1. 由侧重需求刺激转向侧重供应改善;2. 由侧重顶层攻坚转向侧重基层支撑;3. 由侧重“监审合一”(集权)转向“监审分离”(分权)。据此本文强调:大力拓展和强化场外市场,“抑制分配性努力”“鼓励生产性努力”,①以配合“简政放权”“民营新政”“草根创业”和“大众创业”,为股市输送更多优质企业和富有“赚钱效应”的股票。

一、“场外股权交易市场”界定及其“多元分层结构”的形成

我国场内市场包括“一板”和“二板”。②“一板”指“深市”和“沪市”。它除了交易“批准程序最严”的大公司股票之外,还于 2004 年创设了“中小板”模块。该模块后来成了“创业板”的一种过渡。2009 年,“创业板”成功推出,“二板”市场也随即诞生。我国场外股权交易市场(下称场外市场)指的是在主板市场之外进行的非(正式挂牌)上市的公司股票或其他产权交易的市场,包括“代办股份转让系统”“股权交易市场”“产权交易市场”乃至“私募证券转让市场”等。具体说来,主要包括“老三板”“新三板”和其他“准场外市场”、俗称“四板”。

场内市场高度集中,有利于主管部门乃至顶层的监管。企业能进入主板上市,无异于获得了“国家队”称号,背后的责任和利益不难估量。主板市场也因此门槛高,挂牌难、审批严、上市慢,鉴于行政特权、垄断寻租等问题,“分配性努力”势必很多。

随着经济变迁和企业兴衰,那些在主板上市之后表现不佳、不再符合要求的股票,显然有必要

收稿日期:2014-07-21
作者简介:萧琛,男,江苏高邮人,北京大学经济学院教授。
基金项目:本文系广义虚拟经济专项基金研究成果。项目编号:GX2013-1001(Z)。

① 参见作者“论美国民主法治对其经济效率的支撑”,中国社会科学院《美国研究》季刊,1995 年第 3 期。
② “一板”和“二板”业内称“主场”。狭义的“主板”指的是“一板”,广义的“主板”等同“主场”。

“退市”。①退市股票自然需求一个“股权代办转让系统”。该需求直接导致了“三板”市场的问世,形成了最早的集中交易的场外市场,也即现今所称的“老三板”。该市场包括 NASD② 和 NET 两个系统。前者于 90 年代初由国家体制改革委员会发起,后者由中国人民银行创建。两大机构都是重要的国家级主管。2006 年交易品种扩大到中关村高新企业的股票,“新三板”的称谓开始流行。

2012 年 9 月 “全国中小企业股份转让系统有限责任公司”在国家工商总局注册成立,上海深圳两大证交所、中国证券登记结算有限责任公司和四大期货交易所,成了该公司的大股东。这标志着我国全国性集中的场外市场的成型。这个“非上市公司股权”的公开集中的转让平台,被正式认可为“新三板”。之所以还叫“三板”,是因为它所传承的是“老三板”的系统;之所以又谓之“新”,则由于该市场所交易的已不再是“退市”的股票,而是中关村高新企业“在场外(被认为)上市了的股票”。“新三板”起初只是“中关村科技园区非上市的股份有限公司”进入“代办转让系统”的试点,后来其挂牌公司已不再限于中关村乃至所批的 4 大国家级改革试点,也即:北京的中关村科技园区,天津的滨海新区、武汉的东湖新区和上海的张江科技园区,而是进一步包容了更多的区域性市场,如广州、江苏、深圳、浙江、重庆、郑州等。

除了“老三板”和“新三板”,我国场外市场的发展还沿有另一条线索。它是从 20 世纪 90 年代初就开始陆续创建的全国各地的产权交易中心,目前全国各地已有几十家之多。虽说已发展了二十多年,但成长缓慢、欠缺很多,故只能称“准场外市场”。在这里,一、二、三板都不能也不便交易的股票、股权和其他产权等,都有可能在此成交,如“私募股权”(美国证券法称为“限制证券”)等。这个另类证券交易市场,业界俗称“四板”。它的交易品种理论上应包括:“公众公司的私募股权”,“非公众公司的股权”,至少有一家做市商愿为其报价的产权等。

“四板”与“三板”的显著差异在于,它不直接受国家证监会的管控,相应审监权已下放到地方行政部门。设立地方产权交易中心的初衷,虽说是为了缓解乡镇企业和高新企业的融资难问题,但实际情况却是:地方行政部门“闲不住的手”往往会过于勤劳,市场定位和交易效率难免要受扭曲和抑制。通俗地说,孩子长大了本该是自己找对象,父母管多了通常都事与愿违。

二、从“政策市”走向“市场市”需要翻转“倒金字塔”结构

不妨比照一下成熟市场的情况。美国股票市场也可划分为场内和场外两大部分:场内指的纽约股票交易所(NYEX,简称纽交所)和美国股票交易所(AMEX,简称美交所)。传统上美交所的挂牌要求的严格程度要低于纽交所,有些相当于作为后来者的我们的中小板和创业板。

美国的 NASDAQ(纳斯达克)出现于 20 世纪 60 年代中后期,当时曾被称为“第三市场”,也即“在场外但又(非正式)挂牌的”电子市场。之所以被称为“第三”,是因为当时的“第二市场”OTC(over the counter,场外的营业所柜台交易),是“场外的但不挂牌的”。这是不同于作为“第一市场”的纽交所和美交所的地方,后两大交易所是“场内的而又挂牌的”。70 年代中期以后,华尔街的纽交所和美交所也都跨进了电子时代,交易方式也从传统的“专家拍卖制”转向了新兴的“电子做市商制”,与 NASDAQ 在空间属性上的差别已经趋于消失。2006 年 1 月,美国证券交易委员会(SEC)正式批准 NASDAQ 注册成为继 NYSE 和 AMEX 之后的美国第三个场内交易市场。

物理边界的模糊,导致美国市场层次划分变动。现今美国的“一板”市场仍然是华尔街的纽交所和美交所,而“二板”则是原先被称作“第三市场”的 NASDAQ,而并非原先的被称为“第二市场”的 OTC。OTC 一直是“场外市场”,按风险层次划分只能排在“三板”。

NASDAQ 自 60 年代中期诞生后,一直是华尔街垄断寡头长期压制不予认可的劲敌。1982 年 4 月,NASDAQ 终于成立了由交易最活跃的 40 只股

① 这类股票常被标以“ST”(特殊处理,俗称“垃圾股”)等标记。

② 借鉴美国“全国自营商自动报价系统”,也即 NASDAQ。

票所组成的全国性集中公开交易的市场(National Market System,NMS),并明确制定了正式的挂牌标准。所余股票则组成了仍然不设挂牌标准的小型股市场(Small Cap Market,SCM)。1990 年,NASDAQ 再度为小型股市场(SCM)中的部分股票设立了挂牌标准,并将其余股票组成了 OTCBB(电子公告牌市场,也是一个公众公司股票转让市场,并无严格挂牌标准)。OTCBB 区别 SCM 的关键在于没有挂牌标准,本质上属于场外市场,而 SCM 则有、本质上可划归场内市场。

美国场内市场主要由“一板”(NYSE、AMSE)和“二板”中的 NASDAQ 的中的 NMS 和 SCM 构成。而场外市场则包括“三板”(OTC 和 OTCBB)和“四板”市场。

场外市场所交易的股票主要有三类:1. 不能满足场内上市标准的股票;2. 不再能满足挂牌上市标准进而需要退市的股票;3. 其他至少有一家“做市商”(market maker)愿为其报价的股票。传统上,“粉红单”(pink sheet,也即 OTC,待详)市场所交易的是其中的“非上市公司的股权”,而 OTCBB 的交易品种则比较综合和全面。

美国的“三板”市场包括 OTCBB 和 OTC 两大市场。其中 OTCBB 是英文 Over the Counter Bulletin Board 的缩写,可译为“电子公告牌市场”;另一个集团是“场外市场集团(OTC Markets group)”。习惯上它也被称为“粉红单”,曾是美国传统时代的“第二市场”,电子时代之后则是“(被称为“三板”的)场外市场”。传统上,其交易报价信息传单采用粉红纸印刷,经由邮递系统传达到全国各地星罗棋布的营业所。

美国的“四板”主要包括私募证券转让市场。一大典型是名为 PORTAL 的私募证券转让系统。①它所交易的是私募证券,或法律语言上所说的“限制证券”②,可以是“非公众公司”所发行的股票,也可以是“公众公司”经由私募渠道发行的股票。PORTAL 从 1990 年开始在 NASDAQ 运营。2007 年 8 月 NASDAQ 再度上线了新版的 PORTAL 系统,推出了“‘限制证券’集中议价系统”。该系统更为正规和透明,所有“合格机构买方”都可以同步看到其他“合格机构买方”的报价和成交。

就风险层次结构而言,美国的一、二、三、四板的挂牌上市公司的数目基本上是一个“正金字塔”。最高层“一板”的上市公司为 2258 个;中间层 NASDAQ “二板”的上市公司是 2686 个;而底层的“三板”的上市公司却超过 1 万多家,大约要占全部上市公司的 66% 以上。至于“四板”,虽不便统计,但参与交易的“合格投资者”无疑数量众多分布极广。四板交易不再受 SEC(美国证券交易委员会)关于“报告义务”“持有时间”和“转售数量”的约束;而美国小企业又要占到全国企业总数的 98%。

相比之下,我国目前资本市场结构却正好是一个“倒金字塔”。在深圳和上海两大主板构成的“一板”市场上,上市交易公司数为 2558 家;由“中小板”和“创业板”所构成的中间层也即“二板”市场的上市公司数目则依次是 722 家和 387 家。而以“三板”为主体的基层的场外市场上的“上市的”或“被认为上市的”公司的总数,在近年经扩容陡增了 208% 之后,截止到 2014 年 8 月 25 日,也才只有 1147 家,其中还包括了 59 家退市公司。至于“四板”,鉴于法治秩序至今还未初具规模,因而只能说还处襁褓之中,“土地确权”“自主贸易区”的重大分权改革乃至“负面清单”的敲定也都还需要阵痛。而在产权明确之后,一个庞大的产权转手市场是不难预期的。

三、夯实底部、市场决定:由“侧重顶层攻坚”转向“侧重基层支撑”

(一)“正金字塔”成型路径:由下而上、竞争升级、顺向支撑

美国之所以是正金字塔,原因在于他们的“生产性努力”在传统上一直更受激励,市场机制也因此最为成熟。所谓的市场,理论上讲就是独立产权拥有人之间的交换机制的集合。不存在过度干预的前提下,交易次数越多、合作链条越长,“等价交换”就越可能,市场也就越成熟。先行国市场成长史已经表明,市场走向成熟通常都要经

① PORTAL,Private Offering Resale and Trade through Automated Linkages.

② 私募证券在《美国证券交易法》中定义为限制证券。

过两大阶段,一是由欺诈到诚实,二是由诚实到公平。①

市场成熟的标志是,彼此绝对尊重产权,交易双方处于平等互惠的地位,不存在过度干预和“交易福利外溢的‘第三者效应’”②。通俗地讲,是“自由恋爱”而非“父母之命,媒妁之言”。具体地说:在市场系统三大子空间上,须各形成一对势均力敌相互制衡的利益集团。例如,劳动市场上的工会集团与雇主集团,消费市场上的消费者保护集团和供应商集团,投资市场上的投资人集团和集资人集团。各集团都应有自己的实力和舆论,都有权平等共商合作规则。理论上讲,当任何一方再也无法强迫另外一方无条件接受自己的意志时,市场便升华至成熟,交易规则将只能沿着建设性方向去累积。

得益于法治传统、(私人)产权明确和“市场决定原则”,美国的“四板”和“三板”事实上出现得更早、发展得也更自然更顺利。华尔街场内市场的缔造者们,早先不过是在曼哈顿岛南端的码头上终日溜达、寻找舶来品商机的投机人,而他们最早的“君子协定”也只是签订在一棵梧桐树下。美国“非公众公司”的“非正式但却是公开发行的‘股票’”,“公众公司”经由私募渠道发行的“股票”,事实上都是在交易了很多年之后,才逐层竞争升级到“场内”,参与更集中更大规模的“上市交易”。美国最早的“公共股票”,系两百多年前财政部长汉密尔顿所发行的 8 千万美元的公共证券。由于这些证券需要转手,后来又加上运河热、铁路热等,证券二手交易市场才急剧扩张,各地交易机制也纷纷创建,成为广袤厚实的主力平台,强有力地支撑着美国的场内市场。

场外市场先行出现的原因很多。在市场发育之初,越是社会基层,地理辐射半径越小,则信息沟通、“企业质地”和“人格口碑”等就越容易把握,合作协议也势必更容易达成。而其反面则好比是今天的“电视征婚‘非诚勿扰’”之类,虽然场面热闹、容易“拍拖”,但真能携手百年又能有几对?这其中缺少“实效”的关键原因应该在于“信息维度少”和“媒介偏好多”。其实在“集资人”与“投资人”之间的确立合作关系(配对)的问题上,道理又何尝不是如此呢?

可见,场外市场尤其是四板市场势必更是基层创业者的英雄用武之地,在那里通常都更加自由、宽松、简约和实用。美国的小企业新陈代谢快,创新活跃度高,生生死死每天都有数万。也正是得益于小企业顽强和旺盛的生命力,逐层竞争升级到场内市场主板上市的企业才更有历练也更为可靠。乔布斯苹果机的早期机型就是由加州投资伯乐私人注资的,后来苹果机登陆了纽交所,而这位独具慧眼的投资大师的“点金术”美誉也从此更加名扬天下,其投资增值了 400 多倍。

(二)我国“倒金字塔”成型路径:由上而下、代为拍板、逆向淘汰

就市场主体而言,美国的大公司、小企业,包括个人业主等,无不始终独立的拥有其产权。而我们却不同,原因是转轨型经济、国情有别、长期计划经济遗留包袱太多。转轨中的市场,尤其在其初期,肯定无法基于完备的法治体系,也无法直接让企业家科学家共商规则,而只能由行政部门由上而下、代为拍板,“好猫”留下、“坏猫”真不行了再遗弃。换言之,本应是“不行的就不能让上”,而转轨经济中却只能“先上了再说,不行嘛再考虑下”。

具体地说,行政部门通常更多的是指派国有企业作为市场主体,利用股票市场这个重大效率杠杆,为国企“做大做强”乃至“扶贫脱困”服务,否则也无法做到全国一盘棋,并保证国企大权不会旁落。这也是构建我国资本市场的初衷。早期国家体制改革委员会,曾承担“市场规则设计”的重任,而包括由香港等地的股市专家、律师、会计师等组成的“资本市场联合设计办公室”,则只能属于“咨询专家团”。设计的难度和利益倾向等都不难推知。加入 WTO 之后,美国财政部“也还有义务”帮助我们设计证券市场。

有了资本市场直接融资大平台,众多国企不仅跃跃欲试、大展拳脚,而且还不辞辛劳、志在必得。“蓝筹股”数目日益增多。中小板、创业板出现后,上市公司数量更跃上新台阶。股权分置改

① 参见作者《论中国经济升级的理论内涵与政策取向》,《北京大学学报》2013 年第 5 期,第 5 页。

② 指交易当事人之外的人也可以受益或受损的情况。主要是“公共品”和“外部性”。通例,国防是公共品,污染具外部性。

革之后,A 股市场容量膨胀,许多“红筹股”,如中石油、神华、中国银行、建设银行等,都纷纷从海外归来抢滩 A 股。在显著压低 A 股行情的同时,主板市场股票的数目也势必累积到今日所忧的状况。

由上而下、代为拍板的集权制度环境中,“一刀切”等非效率现象肯定难免,其结果:1. 证券市场管控上“审查监督两权合一”;2. 报喜不报忧,信息不对称的情况容易司空见惯。3. 看走眼的企业的数量容易较多,而且总是造成损失和影响之后,再行特殊处理(ST,special treatment)和“退市”。出于既得利益,“请退”往往艰难迟缓,而损害也进一步由此累积。

我国幅员辽阔、体制二元、规章如山,行政主管要想逐一裁定所谓的“经严格审查核实”的众多 IPO 企业的财务信用等数据,并始终全神贯注地盯踪和监督上市企业的后续表现,恐怕永远只能容易事倍功半且“终日吃力不讨好”。其间“代理人忠诚”肯定是最常见的问题。而在成熟市场上,则需要会计、审计、银行、保险和评级(rating)等众多市场民间机构的共同参与,才能及时有效地完成这项极其浩繁、无比复杂的决策工程。即便当事人如此众多,经由逐层竞争这一点,也仍然不可或缺。还有一点也值得提及。企业 IPO 信息披露与获取时,上述“空间距离遥远”和“信息沟通维数不足”等因素,也容易给“包装”提供机会,进而误导各环节的决策。

总之,“(私有)产权含糊”“投入产出不清晰”“责任账户模糊”“无从有效追索”和“鼓励分配性努力”等,既是“包装上市”和旨在“圈钱”的隐患,也是意在“财富分配”而非“资源配置”等违背市场真谛的行径的根源。结果,资本市场的内在结构不免要被扭曲,以至于如我们现今所见。

(三)矫正“倒金字塔”,夯实“市场决定资源配置”的根基

翻转“倒金字塔”已成为改革升级和新一轮牛市的内在要求。市场机制是人类文明的一项最伟大最神奇的发明,只有它才能激励好大众创业和企业创新并引领我们跨越困境。十八届三中全会的《60》条和现今的新《国九条》所强调的市场原则和创新精神意义重大深远。

现在的问题是如何矫正。事实上,改革实践已经跑在了学者理论的前面。简政放权、土地确权、负面清单、民营新政、大众创业等,显然已经切中要害和对症下药。据此笔者认为可从三个角度加以努力:

其一,必须精简和收缩金字塔的顶部或曰上部,基本原则是“横向分权”“纵向分权”“监审分离”。应创造条件合理配置证监会与行业自律性协会的功能。将立法、执法和司法三类权限配置到各大相对独立的部门。IPO 资格审查,相当于“立法类”权限;上市企业表现的监督乃至“退市”裁定等,相当于“司法类”权限;而调控行市管理企业等,则相当于“执法类”权限。分权的意图是分散困难并形成制衡以防止系统性失误。分权决策的“外部成本”(即强迫他人接受的心理成本)低,但是“决策(磨合)成本”高,不像集中体制那样容易拍板。

其二,必须扩大和夯实金字塔的基部,基本原则是加速“民营新政”和“负面清单”。“民营新政”已经成果丰硕;自贸区改革也正处改革关头,“负面清单”则已处在试错探索阶段。顶部的“纵向放权”和“横向分权”还需要时间“壮士断腕”。资本市场博弈中的“有组织方”(央行、财政部、三会、二金、各大副部级央企),现在还令人敬而远之。为此,我们不妨从增强行业自律协会的相对独立性起步,意图是让其负责对象,逐步由行政主管转向(真正的)市场主体,上市企业和交易当事人。

其三,应与经济体制基础设施改革相辅相成,基本原则应包括:紧密配合“城镇化”“土地确权”“大众创业”和“草根创业”。“土地确权”是“城镇化”乃至“美丽中国”建设的最关键的引擎,可以媲美当年的“联产承包责任制”,称之为“新一轮土改”应不为过。半数人口在依法明确了自己的产权之后,将会呼唤出何等巨大的能量?城镇化、草根创业的动力格局势将发生奇迹般的变化。如果说,房地产奇迹的背后存有“30 万亿的农民土地的价差”①,那么未来的城镇化应当至少是 60 万亿!收入分配格局势将因此发生局部质变。更甚者,“确权”之后便是“流转”,势必振聋发聩

① 著名经济学家吴敬琏估算。

地呼唤新的产权市场。

四、迂回场外、先易后难:由“强调场内规范”走向“强调场外实效”

(一)场内市场 IPO 等重大改革长期举步维艰、难有起色

次贷危机之后我国股票市场一直没有走出低谷,常被称为“熊冠全球”。尽管当局不断出台举措大力提振,但市场上依然是一片沉寂。2014 年虽重启 IPO,但排长队等候的“堰塞湖现象”却没有改观。据证监会 2014 年 7 月 1 日披露,在所受理的 637 家企业的 IPO 申请中,仅有 40 家通过了审发会的批准,剩余的 597 家都还未能通过。这就是当前“场内市场”改革何等艰难的写照。

2014 年 9 月阿里巴巴漂亮地完成了在美国的 IPO,给全世界带来了彻夜难眠的兴奋。但应该说它带给资本市场改革的反思意义更大,远超过该上市所创造的多个记录。更值得忧心的是,由于 A 股市场体制成长滞后,国内多家互联网企业几乎全都赶赴海外上市。阿里巴巴只是在更深的层次上,将国内主板市场的弊端和改革胶着的现状暴露无遗。

我国股市 IPO 长期以来一直两难。寻求挂牌上市的企业多是各行业龙头骨干,且多有国企或政府背景。他们受尽审批之苦,所希望的只是上市后能获取丰厚回报。从多年实践看,在 IPO 过程中,公司业绩尤其是长期盈利能力通常都容易被夸大。其结果,名副其实的优质股票很难产生。宏观上常见的是:只要 IPO 规模上去,则市场行情便应声下来。以至于证监会多年不敢放行 IPO。然而,长期没有 IPO、市上没新股,则不仅会导致死气沉沉的“存量博弈”,而且显然会与改革初衷背离。

如上,我国资本市场改革初衷之一,是“为国有企业做大做强和排忧解难”,既然“国有企业是国家手中的经济军队”。为此,上市制度既不是西方的“注册制”,也不是香港的“核准制”,而只能是中国特色的“审批制”。15 年前虽改名成了“核准制”,但“审监分离”原则却并没有实行。相反却是集权程度更高,行政与国企的利益纽带更为紧密。“发行审核”的主管由“体改委”换成了“发改委”。“体改委”基本超脱,没有具体的“行政审批权”,而后者则不然。①

“审批制”能保证“政府决定”这个“稳定原则”,但却势必要抑制“市场决定”这个“效率原则”。“审批”过程中,“造租”“寻租”“代理人忠诚”“第三者效应”“福利外溢”等,都势必要扭曲资源配置的效率。“跑部钱进”曾经一直司空见惯,就是一个现实的写照。既得利益集团形成之后,势必构成后来改革难以逾越的障碍。十八届三中全会以来,尤其是新《国九条》发布之后,走向“注册制”、“完善退出机制”等呼声,已渐成气候、箭在弦上。目前的分歧,表面上看是学香港还是学美国,但实质上看却在于是否决心“审监分离”。

除了上述阻力,制度基础设施薄弱、缺少真实的市场主体,也是改革更深层次的困难。国企毕竟还只是个模拟的市场主体,其股份制并未达到通行标准;而民企还很弱小,其代言人应该说还未能得到上层正规认可,尽管任志强、潘石屹等看上去似乎也能左右时事。这些都意味着改革还需要继续在基础层上补课,需要做实市场底部、有待民企半壁江山的崛起;继而才有可能共同设计和商定各环节的制度规则:会计、审计、保险、《统一商法》(Uniform Code)、“独立会计师协会”“独立董事会”“证券业行会”等。此外,业绩统计、资信评级、高层持股、发明和原材料重要信息的披露等,也都各自需要所依之法:《真情披露法》(*Truth Explosure Act*)、《冷却法》(*Colling Act*),还有民间的“FASB”(公认会计准则)和“SAS”(审计公告)等。尽管《60 条》已为这些奠定了基调,但毕竟这都还是在深水区进行改革,任重道远。千百万人的习惯势力是最可怕的势力。

(二)“三板”“四板”正在改进,助推企业上市已卓有成效

场外市场优势突出。其一,可以提供广阔的股权转让平台,公司创建者、大股东及 VC(风险投资)、PE(私募)等全都能相对进退自如,有利于在竞争中发现公司的价值。其二,“三板”挂牌具

① 参见刘纪鹏:《建议设金融委,IPO 不宜从直接过渡到注册制》,《21 世纪经济报道》2013 年 11 月 16 日。

融资功能。公司既可在发行阶段融资,也可在发行后定向增发融资。再次,挂牌后能规范公司治理。按规定,挂牌公司的主办券商负责对公司终身持续督导,律师事务所、会计师事务所等专业中介也富有助益,有助于企业完善现代治理结构。最后,“三板”挂牌公司接受证监会管辖,有充分及时的信披义务。这可增进公司信用、有利于开拓市场和提升业绩。其五,“新三板”挂牌门槛不高,实质性条件只有“依法设立且存续满两年”;此外挂牌速度快、成本低,一般仅需 30 天左右、100 万到 200 万之间。

近年场外市场交易机制又取得几个突破:首先,实行了“注册制”,宽进严管,只查看信披,并不做实质性审核,也不限规模节奏,而只保留追索权。该制度于 2013 年底已经推广到全国。其次,2014 年 8 月开始采行“做市商”制度,补充了先前的“协议交易”机制,市场活跃度大为提振。有人说这是行情“井喷”! 而在那以前长期挂墙无人问津的股票却屡见不鲜。再次,交易系统已全面更新。既有网上多元决策的分散与自由,也有正规交易场所的集中与效率。当事人已能看到其他当事人的报价成交数据。最后,退出机制也比主场简单得多。例如在上海股权交易中心,企业退市就很宽松自由,只要取得本公司所有股东特别是社会化了的小股东的同意即可。

经由“新三板”上市的企业的盈利前景也比主场更为乐观。为此曾有专家担心,场外扩容可能会影响场内“中小板”和“创业板”。其实问题应该更综合地进行分析。“新三板”扩容也可为 A 股市场不断提供优质上市公司,导致 A 股扩容质量增进。目前“创业板”和“中小板”的上市公司中,业绩骤滑者日益增多,其成长性并不比“新三板”更有优势,而股价却高出许多。这种情况难道就不应该加以竞争和冲击?

应该说目前我国场外市场的放开程度还很不够,至少“新三板”投资者管理和风险防范机制就属偏严。机构投资者注册资本要求是 500 万元以上,自然人投资者 300 万元以上,且须有两年证券投资经验。其实,在交易风险更高的股指期货市场上,注册资本也只是 50 万元,可见改革空间还很大。“四板”也许稍好一点,但也没完全放开,不适于普通个人投资者参与。其实如上文所议,地理上文化上更为接近的地方企业、乡镇企业和当地企业,通常都更加知根知底,更容易有效地达成交易。

经由底层优胜劣汰初步筛选后,再由“新三板”考量证实,则最后能进入“创业板”“中小板”的企业的质地肯定更有保证,意义也就不言而喻。如“世纪瑞尔”,曾先在“新三板”挂牌,再成功升级到创业板。“新三板”挂牌期交易价是 7 元左右,而在“创业板”上其发行价则达到 32.99 元,首日收盘价更高达 60 元,收益率近 10 倍,而投资时间才不过两年。这类情况已经逐渐在增多。

就便利程度而言,成熟市场经验很值得参考。美国企业在场外市场“上市”,不仅简单快速,而且费用低廉。OTCBB 对报价企业基本上没有规模或盈利的要求,只要有 3 名以上的做市商愿意报价即可。在信息披露方面也只要求发行人提交季报和年报等,且具体要求比场内要简略得多。OTC 市场集团的要求更简明,只要 1 名做市商及 40 名股东认可,申请程序和 OTCBB 一样,财务报告并不需要审计。由于程序简化,在 OTCBB 上市,成本通常只在 20—30 万美元,只是场内市场的几十分之一。

(三)借鉴海外民间融资法治设计经验,“放手”并不等于“放任”

“政府放手”决不等于“自由放任”,行政“不审批”也决不等于行会“不监管”。香港市场监管很成功,虽然并没有实行西方“注册制”,但它的“核准制”却是“审监分离”的,非常值得我们借鉴和引进。在落实港式“审监分离”“横向分权”原则时,国家证监会应该更注重设计基础性的规则,如保障交易当事人责任账户明确无误,保障对所披露的信息拥有追索权和惩罚权,等等。

不妨先易后难,从较小的有限的范围内开始实验探索,然后再推广到全国。其实,上海“四板”市场的许多做法就很值得研究和推广。原则上,保障账户明确和具有追索权,应该说并不很困难。我国的户籍、身份证、护照和银行账户等人事管理机制,到位程度应该说不低于国际平均水平。竟至在“携款外逃”“裸官”等经济要案上,我们的国际引渡机制也已扩大到数十个国家。对于“打一枪换一个地方”的破坏秩序者,国家完全可以让他“跑得了和尚跑不了庙”。

在美国“场外市场”尤其是在其“四板”市场上,关于“合格投资人”的法规就很值得借鉴。按

1993年《证券法》授权，SEC颁布了D条款、144条款和144A条款①等法规,涉及“限制证券”(主要指上市公司的私募证券和非上市公司的证券)转让安全的问题。规定不论是发行者的关系人或非关系人,都必须分别遵守“报告义务的限制”“持有时间的限制”“转售数量的限制”等三项规定,否则就不得进行转让。基本原则是:不得采用“一般性的广告或公开的劝诱行为”,允许“合格机构买方”之间买卖限制证券,从而在“机构投资者”之间构建了一个流动性强、效率高、宽松自由的限制证券的转让市场。美国“四板”市场的典型,前文所述的PORTAL,就是这样应运而生并顺利成长的。②

五、培育企业、逐层竞选:由“侧重刺激需求”转向“侧重改善供应”

改革开放三十六年之后,中国国民储蓄率已上升到令人欣喜的高度。然而,将储蓄转化成投资的中介机制却一直发展缓慢,不能为国民带来应有的财产性收入,“强迫储蓄”和“金融抑制”的发展中经济的特征非常显著。在告别“土地财政”和“经营城市”之前,中国先富起来的人所选择的投资载体多只能是房地产,而今房地产却已今非昔比。这些资金势必需要寻找新的投向,而股市显然是它们的重点选择之一。到2020年,中国经济增长(去除通货膨胀之后)将实现翻两番。在此之前,股市看好、甚至掀起一轮较大的牛市,应该说是大概率的事件。2014年以来,A股已上涨3成左右。下一步的关键应该是让“供应层面”繁荣活跃起来。

(一)当前经济困境的根本问题已经不再是需求而已是供给

当前中国经济面临的两大难题是“产能过剩”和“信贷过度”,继续侧重需求刺激已难有空间,新一届总理也曾多次讲话示意。具体到供应层,当前企业融资难并非在于资金供应不足,而是在于储蓄资金找不到好的出路,企业创业找不到好的基金。影子银行、B2B、O2O、“众筹”乃至“地下钱庄”,之所以都能做得风生水起,原因盖在于场外市场尤其是“四板”的改革没能跟进。借助大数据、云计算、3D、4G等新的网络技术,电子四板的拓展升级的空间应该说非常巨大。

目前“我国工商企业产能综合利用率为78.3%。有的行业甚至低于70%,已经属于绝对过剩”。就债务膨胀而言,到今年6月底,我国的债务与GDP之比已达到251%,而在2008年这一数字只有147%,仅去年一年就上升了20个百分点！更值得关注的是总债务的结构:包括地方债务平台的政府融资目前倒并不算很高,居民负债率更低,然而企业负债率却非常令人担忧,占GDP的比重已超过120%,而美国是72%,德国是49%,日本也只99%。③

至于流动性膨胀,我国居民储蓄余额一年前就已超过43多万亿,包括财富存款在内的M2现在已高达118万亿。更堪忧的是:在货币供应过度的前提下,商业银行等竟能还能多次出现“钱荒”和“钱紧”等金融险情。究其原因,与其说是“信托”“理财”“期限错配”“资金空转”,或者说是“热钱冲击”等“季节性因素”,还不如说是:众多企业的“债务杠杆已经见顶”,它们正在粘住天量的流动性,再加上地方政府债务,才导致了天量的货币总量竟然已不能涵盖“借新还旧”的总需求。

可见,加大需求刺激只能进一步恶化结构,国民经济走出困境的首要问题已经落在改善供应方面:解决产能过剩、淘汰落后产能、加速民营新政、解决中小企业融资难、鼓励社会资本进入国有企业、促进劳动生产率提高等,才是立于不败之地的战略选择。20世纪70年代美国经济曾面临“十年滞胀”,里根总统上台后开始告别需求刺激而转向“供应方经济”。经过十多年的创新努力,美国的微电子、网络经济等新产业群终于强势崛起,美国经济也终于在90年代初迎来了世界史上最长的一轮经济繁荣。里根也因此成了美国史上屈指可数的好总统。④次贷危机之后,美国的供应面

① 分别是:Regulation D、Rule 144和Rule144A。

② 陈杰:《美国场外市场的制度变迁及对我国的借鉴》,《武汉金融》,2011年第1期,第32页。

③ 杨凯生夏季达沃斯年会上讲话:“进入新常态需要解决过剩产能和过度信贷问题”,2014年9月12日。

④ 尽管“拉弗曲线”引起过不少争议,且不无以偏概全之虞。

也正在改观,新能源、ICE 产业和物联网,是低碳经济新时代的三大增长点,目前都已经率先初具规模。

(二)中国股市所缺的主要的不是资金而是有“赚钱效应”的优质股票

中国资本市场多年低迷,表面上看是缺少资金、不能水涨船高。但深层分析后却不难发现,真正缺的还是有“赚钱效应”的优质股票。没有不断提高的劳动生产率,没有战略新兴产业的崛起,经济增长肯定难以走出困境并尽快迎来扩张期。值此,即便是在“政策市”中,当局恐怕也不敢贸然掀起一轮大牛市。近期被市场各方寄予厚望的“QFII(倍增式)扩容”“沪港通”和“港股通”等改革,已经给行情带来了信心。但在中长期内,两地价差势必会很快熨平,股市持续繁荣恐怕还是要靠供应层改善。资金进场不仅取决于政策效应,而且还要看是否有足够多的优质公司及其“赚钱效应”。香港投资基金乃至 QFII 等外资能否持续保持热度,还是要看中国股市的健康程度和吸引能力。10 年前,建设银行 80 亿、工商银行 200 亿的 IPO,都曾强调过引进“战略投资者”概念,今天看合作效果又如何呢?

阿里巴巴正式在纽交所敲钟上市,更应强化我们重视供应层改善的紧迫感。腾讯、百度、网易、搜狐、新浪等众多新兴产业内的龙头企业,都曾纷纷赴海外上市。好的国企和国有银行的股票,过去上市也首先未选择国内,令人扼腕叹息!如果这些抢手股票(当初)都能在国内上市,如果国内资本市场的确能有足够的担当,则中国国民储蓄转化成投资的效益将会提升多少?而若 17 大上总书记报告中关于“增加财产性收入”的亮点能成为现实,则今天中国居民消费的热度从而产能过剩的严重程度,又会令人欣慰多少?

更何况,今天中国的经济的实力已经是“三十年河东,三十年河西”。全国网络用户已达 6.32 亿,在线购物者高达 3.02 亿,手机数量已经达到 12 亿,全都在世界上遥遥领先。在物联网和 ICE(智能文化教育)产业正在全世界崛起的今天,中国企业成长将面临何等广阔的空间,蕴涵着何等巨大的投资合作商机?马云在美国上市的“路演”极其精彩成功,细究起来,“狐假虎威”之点还少么,为什么他能首先看到并用足中国经济的巨大潜力?

在不到 8 个月的时间中,单是一个余额宝,就曾爆炸式地发展到8 000万用户、超过 1 万亿资产!更何况,今天的局面已经不仅是“一马当先”而且更是“万马奔腾”。基金系、银行系、网络系、监管系,无不推出了自己的“制度/技术创新成果”——形形色色的“宝宝”们。这些宝宝不仅是电子购物和储蓄融资的新平台,而且也是(私募)投资基金和证券交易的新天地。不难推知,只要将储蓄式投资(全国几十万亿)因势利导到那些有潜力的需要资金的企业手中,则未来的劳动生产率、上市公司的质地乃至具有赚钱效应的股票,还会像今天这样如此稀缺、如此让人纠结和两难么?

(三)场外市场拓展已经与“大众创业”和“草根创业”相辅相成

“大众创业”和“草根创业”,不仅正在蓄势涌动,而且已经在走向高潮。新一届政府成立到现在,国务院下放和取消的审批事项已多达 600 多项。分权放手、负面清单、宽进严管的市场规范正在形成,已经极大地调动了企业和地方的积极性,有力地促进了民间投资的加速发展。2014 年改革商事登记制度以来,从 1 月份到 8 月份,全国新注册的市场主体已超过 800 万家,带动了上千万就业。就新注册企业的数目而言,在不到半年的时间内,同比增幅就逼近 60%!①

尽管经济增长也一直面临下行压力、中小企业生存条件也一直恶劣,但是得益于诸多改革红利,我国的民间投资却仍在明显提速。数据显示:上半年全社会固定资产投资(不含农户)21.277 万亿元,同比名义增长 17.3%。其中,民间投资 13.8607 万亿元,增长 20.1%,占全部投资的比重为 65.1%。具体到地方,如湖南,2009 年发改委就曾在那里召开“民营新政”启动会议。现在那里的新登记企业总数已多达 5.62 万户;其中私营企业就多达 5.45 万户,占比高达 96.98%。2014 年上半年湖南全省民间

---

① 李克强:《新注册企业井喷式增长,大众企业形态正形成》,2014 年夏季达沃斯论坛,新华社记者王晔,2014.9.9。

投资已完成 6014.43 亿元,同比增长 23.1% ,占全省投资的 67.1% !①

得益于“大众创业”和“草根创业”,2013 年底场外市场全国扩容以来,“新三板”的上市公司的数量和流通市值都已显著增长。至 2014 年 8 月中旬,挂牌企业已由 353 家增加到 1147 家,企业流通市值也已达到 476.8 亿元,总市值则更高达 1034.25 亿元。当然,要赶上场内市场“创业板”的 1.9 万亿的规模,显然还有一定的距离,更不用说要显著夯实金字塔的塔基了。据证监会新三板主管表态,到 2015 年,新三板上新增挂牌企业将会超 4000 家,市值超 1.2 万亿元。估计在不远未来,新三板挂牌的企业数量应超 1 万家,市值上完全可能赶超今天的“创业板”。

至于“四板”市场,大力营造“便利创新”和“宽松灵活”的成长环境应该说至为迫切。草根企业、中小微企业、乡镇企业,长期扎根在贫瘠的土壤上,可谓给点阳光就灿烂。历史地看,真正的制度红利和改革动力从来都是来自民间。只要能放手让市场机制发挥作用,就一定能带来意想不到的惊喜。当年安徽凤阳小岗村曾首创“家庭联产承包责任制”,结果则是整个改革开放大业的一片崭新的天地。

综上,改善供应层面的关键应在于:鼓励生产性努力、抑制分配性努力,“壮士断腕”、打造“制度笼子”,将“垄断强权变得温和”“投入产出变得清晰”“责任账户不再模糊”。在大力消除行政垄断和强化“法治”的同时,保障私人产权、管好责任账户、维系合作链条、实施监控仲裁、有效惩罚追索,等等。新一轮改革诸如简政放权、民营新政、打破垄断、自主贸易、负面清单、土地确权、草根创业、大众创业等,都无疑明智无误,理应坚定不移并趁热打铁。坚信在新常态制度环境中,独立经济人势必能自然简约及时地商定出适于自己的规则,开创和拓展自己的投融资市场,发挥好自己的产权比较优势,不断增进自己企业的创新活力,更好地夯实在中国股市的根基,进而逐步矫正中国股市的“倒金字塔”结构。

On Rectifying the Upside-down Pyramid of China's Capital Market —Streamlining Administration and Delegating Government Powers, Grass-root Entrepreneurship and Improvement of the Supply Side of the Capital Market

Xiao Chen

(*School of Economics*, *Peking University*, *Beijing* 100871, *China*)

Abstract: Taking America as reference, this paper discusses the nature of the political quality of the upside-down pyramid of China's capital market and the corrective therapy. It makes three strategic suggestions for the reform upon the capital market: 1. From demand stimulating to supply improvement; 2. From upper part to bottom wooden relaxation; 3. From centralization to decentralization by separating of powers and check balance. It also reveals the misunderstanding of the reform of the main-board market reformation. Thus it offers the following advice: to give great impetus to big push upon the deregulation in the off-board market. And the embodied principle is to restrain the distributive endeavor and to inspire the productive endeavor.

Key words: China's capital market, upside-down pyramid, streamline administration and delegate government powers, grass-root entrepreneurship, improvement of the supply side

(责任编辑　郑　园)

① 《我国 2014 年上半年经济五大指标》,时事资料手册网刊,2014-07-25。